

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL**  
(Studi Empiris pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di BEJ  
Periode Tahun 2000-2004)



**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Pasca Sarjana  
Pada Program Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro**

**Disusun oleh :  
ENDANG TRI WERDINIARTI  
NIM. C4A004032**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2007**



### *Sertifikasi*

Saya, Endang Tri Werdiniarti, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Endang Tri Werdiniarti

28 November 2006

## **PENGESAHAN TESIS**

**Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang berjudul:**

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL**  
(Studi Empiris pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di BEJ  
Periode Tahun 2000-2004)

yang disusun oleh Endang Tri Werdiniarti, NIM C4A004032  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 12 Januari 2007  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

DR. HM. Chabachib, MSi, Akt

Drs. Mulyo Haryanto, MSi

Semarang, 12 Januari 2007  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

*Orang-orang yang mendidik anak secara baik  
Jauh lebih dihargai  
Dibanding orang-orang yang hanya melahirkannya  
Orang-orang yang melahirkannya  
Hanya memberi hidup  
Orang-orang yang mendidiknya  
Memberikan seni hidup secara baik  
(Aristotle)*

## **ABSTRACT**

*This research is performed in order to test the influence of the financial performance such as Managerial Ownership, Institutional Investor, Size, ROA and Bussines Risk toward Debt to Equity Ratio (DER).*

*The sample used in this research was purposive sampling with criteria as (1) The stock of industry was always seen the annual financial report over period 2000-2004 and (2) The company which part of the stocks owned by insider and institutional investor over period 2000-2004. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2005) and total sample was acquired 40 of 330 was listed in JSX. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%, a classic assumption examination which consist of data normality test, multicolinierity test, heteroskedasticity test and autocorrelation test is also being done to test the hypotheses.*

*During 2000-2004 period variable and data research was normal distributed from 40 samples with 200 observations. Based on the result of this research, classic assumption deviation has not founded this indicate that the available data has fulfill the condition to use multi linier regression model. Empirical evidence show as Managerial Ownership, Institutional Investor, Size and Bussines Risk to have influence toward DER at level of significance less than 5% (as 0,4%, 1,9%, 3,8% and 4,8% respectively), but Size have not influence toward DER at level of significance more than 5% as 67%. While, five independent variable (Managerial Ownership, Institutional Investor, Size, ROA and Bussines Risk) to have influence toward stock return at level of significance less than 5% (as 0,3%) with predicted power as 50,7% and others 49,3% to have influence by other factors was not to be enter research model.*

*Key word : Debt to Equity Ratio (DER), Manajerial Ownership, Institutional Investor, Size, Return on Asset (ROA) and Bussines Risk.*

## ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Managerial Ownership, Institutional Investor, Ukuran Perusahaan, ROA dan Risiko Bisnis terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER).

Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria (1) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta; dan (2) perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen tahun 2000-2004. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2005). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 40 perusahaan dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi normal, dengan 40 sampel dan 200 pengamatan. Berdasarkan hasil penelitian tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data Managerial Ownership, Institutional Investor, ROA dan Risiko Bisnis secara parsial signifikan terhadap DER perusahaan di BEJ periode 2000-2003 pada level of signifikan kurang dari 5% (masing-masing sebesar 0,4%, 1,9%, 3,8% dan 4,8%), namun variabel Ukuran Perusahaan menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada level 5% yaitu sebesar 67%. Sementara secara bersama-sama (managerial ownership, institutional investor, ukuran perusahaan, ROA dan Risiko Bisnis) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan di BEJ pada level kurang dari 5% (dengan *level of significance* 0.05) yaitu sebesar 0,3%. Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap DER sebesar 50,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *R square* sebesar 50,7% sedangkan sisanya 49,3% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Kata kunci : Debt to Equity Ratio (DER), Manajerial Ownership, Institutional Investor, Size, Return On Asset (ROA) dan Business Risk.

## **KATA PENGANTAR**

Penulis panjatkan puji dan syukur kepada Tuhan YME atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak DR. HM. Chabachib, MSi, Akt, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MSi, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan

belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Suamiku tercinta beserta anak-anakku tersayang, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
6. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
7. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu, yang telah memberikan bantuan secara langsung maupun tidak langsung selama pendidikan program maupun dalam penyelesaian tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan YME berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, November 2006

Endang Tri Werdiniarti



## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul .....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis .....	ii
Halaman Persetujuan Draft Tesis.....	iii
Halaman Motto .....	iv
Abstract .....	v
Abstrak .....	vi
Kata Pengantar .....	vii
Daftar Tabel .....	xi
Daftar Gambar .....	xii
Daftar Rumus .....	xiii
Daftar Lampiran .....	xiv
 <b>I. PENDAHULUAN</b> .....	 <b>1</b>
Latar Belakang Masalah .....	1
Perumusan Masalah .....	10
Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	11
 <b>Bab II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL</b>	
<b>PENELITIAN</b> .....	<b>13</b>
2.1. Konsep-konsep Dasar.....	14
2.2. Pengaruh Variabel Independen Terhadap DER.....	28
2.3. Penelitian Sebelumnya.....	31

2.4. Perbedaan Penelitian .....	36
2.5. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	38
2.6. Perumusan Hipotesis .....	39
2.7. Definisi Operasional Variabel .....	40
<b>Bab III. METODE PENELITIAN .....</b>	<b>42</b>
3.1. Jenis dan Sumber Data .....	42
3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel .....	42
3.3. Metode Pengumpulan Data .....	43
3.4. Teknik Analisis Data .....	44
3.5. Pengujian Hipotesis .....	44
3.6. Pengujian Asumsi Klasik .....	46
<b>Bab IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>49</b>
4.1. Data Deskriptif .....	49
4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis .....	53
<b>Bab V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN .....</b>	<b>63</b>
5.1. Simpulan .....	63
5.2. Implikasi Teoritis .....	64
5.3. Implikasi Kebijakan .....	65
5.4. Keterbatasan Penelitian .....	66
5.5. Agenda Penelitian Mendatang .....	67
Daftar Referensi .....	68
Lampiran	

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 200-2004 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1 .....	7
Tabel 1.2. Data rata-rata Variabel Managerial Ownership. Institutional Investor, Ukuran Perusahaan, ROA, Bussines Risk dan DER Perusahaan Sampel Periode 2000-2004 (dalam %). ....	9
Tabel 2.1. Hasil-hasil Penelitian Terdahulu.....	35
Tabel 2.2. Definisi Operasional Variabel.....	41
Tabel 4.1. Daftar Sampel Penelitian .....	50
Tabel 4.2. Statistik Deskriptif Variabel .....	51
Tabel 4.3. Uji Normalitas Data .....	53
Tabel 4.4. Uji Multikolinearitas .....	54
Tabel 4.5. Uji Heteroskedastisitas .....	55
Tabel 4.6. Uji Simultan .....	56
Tabel 4.7. Uji Parsial .....	57
Tabel 4.8. Nilai R <sup>2</sup> .....	61

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	39

## DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 1      Rumus Debt to Equity Ratio (DER) .....	23
Rumus 2      Rumus Managerial Ownership .....	25
Rumus 3      Rumus Institutional Investor .....	26
Rumus 4      Rumus Size .....	26
Rumus 5      Return on Asset (ROA) .....	27
Rumus 6      Rumus Bussines Risk .....	28
Rumus 7      Rumus Uji t .....	45
Rumus 8      Rumus Uji F .....	46
Rumus 9      Rumus Uji Normalitas Zskweness .....	47
Rumus 10      Rumus Uji Normalitas Zkurtosis .....	47
Rumus 11      Rumus Uji Multikolinearitas .....	48
Rumus 12      Rumus Uji Heteroskedastisitas .....	49

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Data Variabel Struktur Modal .....	71
Lampiran 2 Data Variabel Managerial Ownership .....	72
Lampiran 3 Data Variabel Institutional Investor .....	73
Lampiran 4 Data Variabel ROA .....	74
Lampiran 5 Data Variabel Ukuran Perusahaan (Size) .....	75
Lampiran 6 Data Variabel Business Risk .....	76
Lampiran 7 Pengolahan Data .....	77
Lampiran 8 Hasil Pengolahan Data .....	87

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **LATAR BELAKANG MASALAH**

Sebagai upaya untuk mengembangkan perusahaan, dalam menghadapi persaingan, maka diperlukan adanya suatu pendanaan yang bisa digunakan untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Sumber-sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (internal) dan dari luar perusahaan (eksternal). Pada prakteknya dana-dana yang dikelola perusahaan harus dikelola dengan baik, karena masing-masing sumber dana tersebut mengandung kewajiban pertanggungjawaban kepada para pemilik dana. Proporsi antara modal sendiri dan hutang harus diperhatikan, sehingga dapat diketahui beban perusahaan terhadap para pemilik modal tersebut. Dalam manajemen keuangan proporsi antara jumlah dana dari dalam dan luar lazim disebut sebagai struktur modal (*capital structure*). Brigham (1983) menyatakan bahwa dalam mengembangkan target *capital structure* perlu dilakukan analisis dari banyak faktor dengan mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan. Kebijakan struktur modal tersebut tercermin dalam besarnya *debt to equity ratio*.

Kebijakan struktur modal yang diputuskan oleh pihak manajemen sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai

perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi *utilitas principal* (pemilik) dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Adanya kepentingan yang berbeda sering memunculkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dengan manajemen dapat dilakukan melalui empat mekanisme antara lain: pertama, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*; ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat, *institutional investors* (Wahidahwati, 2002).

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Wahidahwati, 2002). Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan. Sementara, Husnan (2001) menyatakan bahwa kepemilikan saham di bursa Indonesia dan Korea relatif sama yaitu terbagi dalam dua kelompok yakni pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam mengendalikan manajemen dibandingkan



dengan pemegang saham minoritas, sehingga keputusan-keputusan yang diambil sering mengabaikan kepentingan kelompok pemegang saham minoritas. Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan para pemegang saham tersebut menimbulkan konflik antar kelompok atau sering disebut sebagai *agency conflict* atau konflik keagenan. Lambert (2001); Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sangat terkait dengan besarnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan “*principal – agent*”, pihak manajemen melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu aktivitas yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik dengan manajemen.

Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan para pemegang saham tersebut menimbulkan konflik antar kelompok atau sering disebut sebagai *agency conflict* atau konflik keagenan. Pada perusahaan yang sudah terdaftar di bursa saham (Go Publik) maka konflik keagenan dapat muncul sebagai akibat adanya beberapa kelompok pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan yang berbeda-beda. Lambert (2001); Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham

merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen. Sementara Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap munculnya konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan. Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional. Berdasarkan pernyataan Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menunjukkan bahwa prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun (Agrawal dan Mandelkar, 1990). Sementara Mehran (1992) menemukan hubungan yang positif antara prosentase yang dimiliki oleh *managerial ownership* dengan DER. Berdasarkan adanya *research gap* dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Wahidahwati (2002), Agrawal dan Mandelkar (1987) dan Mehran (1992) maka perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen (*managerial ownership*) terhadap DER. Sedangkan investor institusional perlu dilakukan penelitian lanjutan atas adanya hasil penelitian yang dilakukan oleh Chaganti dan Damanpour (1991) yang menunjukkan hasil yang signifikan negatif antara

investor institutional terhadap DER. Hasil penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) tersebut didukung oleh Wahidahwati (2002) yang juga menunjukkan pengaruh yang negatif antara investor institutional terhadap *debt ratio*.

Wahidahwati (2002) menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap struktur modal. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sekar Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *debt equity ratio* (DER). Robert Ang (1997) menyatakan bahwa semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan debt to equity ratio

Profitabilitas juga merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap DER. Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on asset* (ROA), dimana ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang didapat berdasarkan dari total asset yang dimiliki perusahaan. Hasil peneliti terdahulu yang menguji pengaruh antara ROA terhadap DER masih menunjukkan hasil yang bertentangan dan menunjukkan adanya research gap, dimana Kaaro (2000) menyatakan bahwa ROA berhubungan negatif terhadap DER namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2001) dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil yang positif antara ROA

terhadap DER. Berdasarkan adanya hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut perlu dilakukan penelitian lanjutan antara ROA terhadap DER.

Menurut Weston dan Brigham (1994) serta Husnan (1996), setiap perusahaan akan menghadapi resiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan. Makin besar resiko yang dihadapi perusahaan maka makin rendah rasio hutang yang digunakan perusahaan, karena semakin besar resiko bisnis, penggunaan utang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Selain itu Saidi (2004) dan Mutamimah (2003) menemukan hubungan negatif antara resiko perusahaan terhadap struktur modal. Hal ini bertentangan dengan penelitian mengenai struktur modal yang dilakukan oleh Crutceley dan Hansen (1989), penelitian tersebut berhasil diidentifikasi berbagai faktor yang secara signifikan memberikan efek langsung terhadap kebijakan deviden ataupun struktur modal, dimana dari hasil tersebut resiko bisnis berpengaruh signifikan positif dengan struktur modal.

DER dapat menunjukkan tingkat resiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka semakin tinggi resiko yang akan terjadi pada perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) mengingat DER dalam perhitungannya adalah hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang. Hal tersebut membuat perusahaan harus

menanggung biaya atau beban modal yang besar, resiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal. Oleh karena itu investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari 1 karena jika lebih besar dari 1 menunjukkan resiko perusahaan semakin meningkat.

Berdasarkan ICMD 2005 ditampilkan Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2000-2004 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1. Hal tersebut menggambarkan fenomena DER perusahaan yang dapat dijadikan data penelitian ini mengenai kondisi yang sebenarnya. Adapun Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2000-2004 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1 tersebut ditampilkan dalam Tabel 1.1 berikut:

**Tabel 1.1**  
**Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2000-2004 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1**

DER	Jml Perusahaan					Prosentase(%)				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
DER > 1	185	172	177	181	191	64,45	56,03	53,64	54,85	57,87
DER < 1	102	135	153	149	139	35,55	43,97	46,36	45,15	42,12
TOTAL	287	307	330	330	330	100	100	100	100	100

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* 2005 (ICMD 2005)

Berdasarkan Tabel 1.1 tersebut diatas menggambarkan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ setiap tahunnya berfluktuatif, ada perusahaan yang keluar dari BEJ dan masuk ke dalam BEJ. Pada tahun 2000 terdaftar 287 perusahaan terdapat sebesar 64,45% yang tingkat DER nya lebih

besar dari 1, untuk tahun 2001 terdaftar 307 perusahaan terdapat sebesar 56,03% perusahaan dengan tingkat DER lebih besar dari 1 sedangkan tahun 2002, tahun 2003 dan tahun 2004 terdaftar 330 perusahaan, pada tahun 2002 terdapat sebesar 53,64% perusahaan dengan tingkat DER lebih dari 1 sedangkan pada tahun 2003 meningkat menjadi 54,85% dan tahun 2004 meningkat lagi menjadi 57,87%. Dengan demikian selama periode tahun 2000 sampai dengan 2004 terdapat lebih dari 50 % perusahaan yang listed di BEJ mempunyai tingkat DER yang lebih besar dari 1, artinya mempunyai proporsi hutang lebih besar daripada modal sendirinya. Selama periode tersebut lebih banyak perusahaan yang memiliki tingkat DER lebih dari 1 daripada perusahaan yang memiliki tingkat DER kurang dari 1.

Dengan adanya fenomena tersebut sangat menarik untuk dilakukan penelitian lanjutan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (DER). Berdasarkan jurnal dari penelitian terdahulu, pada penelitian ini menguji pengaruh *managerial ownership* (Agrawal dan Mandelkar, 1987 dan Wahidahwati, 2002), *institutional investor* (Chaganti dan Damanpour, 1991 dan Wahidahwati, 2002), ukuran perusahaan (Wahidahwati, 2002), *return on asset* (ROA) (Kaaro, 2000 dan Sekar Mayangsari, 2001) dan bussiness risk (Saidi, 2004 dan Mutamimah, 2003) terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) (Myers, 1984 dan Kaaro, 2000), Data empiris dari kelima rasio tersebut dapat dilihat dalam Tabel 1.2 sebagai berikut:

**Tabel 1.2**  
**Data Rata-rata Variabel Managerial Ownership, Institutional Investor,**  
**Ukuran Perusahaan, ROA, Bussiness Risk dan DER**  
**Perusahaan Sampel Periode 2000-2004 (dalam %)**

<b>Variabel</b>	<b>Th.2000</b>	<b>Th.2001</b>	<b>Th.2002</b>	<b>Th.2003</b>	<b>Th.2004</b>
Managerial Ownership	10,18	9,50	9,49	8,96	8,95
Institutional Investor	60,09	58,39	58,20	46,60	46,63
Ukuran Perusahaan	13,37	13,49	13,51	13,57	13,71
ROA	12,60	0,60	2,81	1,30	1,38
Business Risk	1,67	1,73	2,41	3,46	3,83
DER	-1,41	0,70	-4,04	1,68	1,99

Sumber: ICMD 2005 (diolah)

Berdasarkan Tabel 1.2 dapat dilihat bahwa Managerial Ownership dan Institutional Investor menunjukkan hasil yang menurun dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2004, Ukuran Perusahaan, dan Bussiness Risk dan ROA. Menunjukkan hasil yang menurun pada tahun 2001 namun pada tahun 2002 meningkat dan pada tahun 2003 turun lagi sehingga nilainya sangat fluktuatif sementara fenomena dari kedua rasio pertumbuhan tersebut hasilnya berlawanan dengan DER, dimana DER mengalami kenaikan pada tahun 2001 namun pada tahun 2002 menurun dan pada tahun 2003 meningkat. Sedangkan pada variabel ROA pergerakannya juga sangat fluktuatif, dimana pada tahun 2001 menurun (0,60), pada tahun 2002 meningkat (2,81) dan pada tahun 2003 menurun (1,30). Berdasarkan fenomena dari rasio-rasio keuangan yang masih fluktuatif maka perlu diuji pengaruh dari kelima variabel independen (Managerial Ownership, Institutional Investor, Ukuran Perusahaan dan

Bussiness Risk dan ROA) dalam mempengaruhi DER pada industri manufaktur yang listed di BEJ periode 2000-2004.

## **PERUMUSAN MASALAH**

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DER yaitu: (1) *Managerial ownership* dinyatakan berhubungan negatif terhadap DER (Wahidahwati. 2002), namun hal tersebut kontradiktif dengan Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menyatakan bahwa *Managerial ownership* berhubungan positif dengan DER. (2) Institutional Investor dinyatakan berhubungan negatif dengan DER (Wahidahwati. 2002), Hasil penelitian Wahidahwati (2002) tersebut didukung oleh Chaganti dan Damanpour (1991) yang juga menunjukkan hasil yang negatif. (3) Ukuran Perusahaan dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DER oleh Sekar Mayangsari, (2001), namun penelitian tersebut bertentangan dengan penelitian Wahidahwati (2002) yang menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap DER.; (4) ROA dinyatakan berpengaruh positif terhadap DER (Sekar Mayangsari, 2001) namun dinyatakan signifikan negatif terhadap DER oleh Kaaro (2000); dan (5) Bussiness Risk dinyatakan berpengaruh negatif terhadap DER (Saidi, 2004 dan Mutamimah, 2003), hal tersebut bertentangan dengan penelitian mengenai struktur modal yang dilakukan oleh Crutclley dan Hansen (1989), yang menunjukkan resiko bisnis berpengaruh signifikan positif dengan struktur modal.



Atas dasar fenomena DER di BEJ serta adanya research gap dari hasil penelitian terdahulu yang dijadikan permasalahan utama tersebut, maka pertanyaan penelitian (*research question*) dapat dirinci sebagai berikut:

1. Bagaimanakah pengaruh *Managerial ownership* terhadap *debt to equity ratio* (DER)?
2. Bagaimanakah pengaruh *Institutional investor* terhadap *debt to equity ratio* (DER)?
3. Bagaimanakah pengaruh ukuran perusahaan terhadap *debt to equity ratio* (DER)?
4. Bagaimanakah pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *debt to equity ratio* (DER)?
5. Bagaimanakah pengaruh business risk terhadap *debt to equity ratio* (DER)?
6. Bagaimanakah pengaruh *Managerial ownership*, *Institutional investor*, ukuran perusahaan, ROA dan business risk secara bersama-sama terhadap *debt to equity ratio* (DER)?

## **TUJUAN DAN KEGUNAAN PENELITIAN**

### **TUJUAN PENELITIAN**

Sesuai dengan perumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini maka tujuan penelitian adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh *Managerial ownership* terhadap *debt to equity ratio* (DER).
2. Menganalisis pengaruh *Institutional investor* terhadap *debt to equity ratio* (DER).

3. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap *debt equity to ratio* (DER).
4. Menganalisis pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *debt to equity ratio* (DER).
5. Menganalisis pengaruh business risk terhadap *debt to equity ratio* (DER).
6. Menganalisis pengaruh *Managerial ownership*, *Institutional investor*, ukuran perusahaan, ROA dan business risk terhadap *debt to equity ratio* (DER).

## **KEGUNAAN PENELITIAN**

Penelitian ini diharapkan mempunyai manfaat antara lain :

1. Bagi pihak manajemen terutama dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan dalam rangka pengembangan usahanya.
2. Bagi para pemakai laporan keuangan (terutama investor atau kreditor) dalam rangka menilai kinerja perusahaan yang tercermin dalam kebijakan pendanaan (*debt equity ratio*), sehingga dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan.
3. Mengembangkan/ replikasi dengan memperluas sampel sehingga dapat dipakai sebagai acuan yang lebih tepat dan stabil.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN**

#### **2.1. KONSEP-KONSEP DASAR**

##### **2.1.1. Teori Struktur Modal**

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham,1999). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan,1998).

Modigliani dan Miller (1958) dalam artikelnya yang berjudul “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” dikemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu

menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Namun pendapat Modigliani dan Miller (1958) yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak) ini mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Suad Husnan, 1998). Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain karena munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

Sementara teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey & Myers, 1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya

informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress* dan *agency cost of leverage*. Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

*The Trade off Model* memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan leverage sebagai berikut (Kaaro, 2000) :

1. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan yang hutang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini disebabkan karena intangible assets

lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan *standart assets* dan *tangible assets*.

3. Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memiliki hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

Dasar kebijakan struktur modal berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun sumber eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori yaitu *balance theory* dan *pecking order theory*. Harris dan Raviv (1991) dalam Sekar Mayangsari (2001) berpendapat bahwa dasar pemikiran teoritis kedua kerangka tersebut telah didefinisikan dengan jelas. Namun tidak dapat dipahami pada kondisi mana sesungguhnya kedua kerangka teori tersebut dapat diterapkan.

Berdasarkan *balance theory*, perusahaan mendasarkan kebijakan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan Pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers 1984; dan Brigham & Gapenski, 1996). *Balance theory* memprediksi suatu hubungan variabilitas pendapatan dan penggunaan utang. Konsisten dengan *balance theory*, Theis dan Klock (1992) dalam Sekar Mayangsari (2001), menyatakan bahwa variabilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap hutang jangka panjang, namun Titman dan Wessels (1988) dalam Sekar Mayangsari (2001) tidak

mendukung harapan teoritisnya bahwa modal dipengaruhi oleh perlindungan pajak terutang, variabilitas pendapatan dan pertumbuhan perusahaan.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari utang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan yang terakhir dari laba ditahan.(Myers, 1984). Gordon Donaldson dalam Myers (1984) mengajukan teori tentang asimetri informasi (*pecking order*) manajemen perusahaan mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal.

#### **2.1.2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai resiko (*risk averse*). Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas

saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kondisi diatas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan the separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm. Manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (prinsipal). Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik namun manajer sebaliknya lebih peduli pada resiko perusahaan secara keseluruhan. Ada 2 alasan yang mendasari menurut Fama (1980) adalah (1) bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam spesifik human capital perusahaan, yang membuat mereka non diversifiable. (2) manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan earning perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat diminimumkan



dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan (Wahidahwati, 2002). Namun munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Jensen dan Mackling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002). Biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain: pertama, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*; ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat, *institutional investors*.

Pihak manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham. Manajemen lebih berkepentingan untuk mendapatkan kompensasi dari hasil operasional perusahaan yang dijalankan. Kepentingan yang berbeda tersebut menyebabkan adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

### **2.1.3. Kebijakan Struktur Modal**

Kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu

berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa deviden. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemilik/ pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham (Brigham, 1983 : p. 457).

Robert Ang (1997), setelah struktur modal ditentukan, maka perusahaan selanjutnya akan menggunakan dana yang diperoleh tersebut untuk operasional perusahaan. Aktivitas operasional perusahaan dikatakan menguntungkan jika *return* yang diperoleh dari hasil operasional tersebut lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*); dimana biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of funds*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman dan biaya modal sendiri. Biaya modal

sendiri terdiri dari dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dan dividend kepada pemegang saham preferen. Sedangkan biaya pinjaman merupakan biaya bunga bersih (setelah dikurangi tarif pajak). Besarnya komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan itulah yang perlu dipertimbangkan oleh manajemen; apakah akan memperbesar rasio hutang, ataukah memperkecil rasio hutang. Peningkatan rasio hutang, apabila biaya hutang relatif lebih kecil daripada biaya modal sendiri; demikian sebaliknya.

Brigham (1983) menunjukkan ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam struktur modal. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah : (Brigham, 1983: 472-473)

1. Stabilitas penjualan. Jika penjualan relatif stabil, maka perusahaan akan dapat menjamin hutang yang lebih besar, sehingga stabilitas penjualan akan berpengaruh positif terhadap rasio hutang.
2. Struktur Asset. Asset perusahaan yang digunakan sesuai dengan aktivitas utama perusahaan cenderung akan menjamin pinjaman yang diterima, sehingga kreditor semakin terjaga keamanan.
3. Tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Tingkat pertumbuhan ini umumnya diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan

meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga meningkat.

4. Profitabilitas. Tingkat keuntungan yang dicapai dari hasil operasional tercermin dalam *return on equity*. Meningkatnya ROE akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri, maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Di sisi lain, meningkatnya ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, hal ini lebih meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan; sehingga jumlah hutang ada kecenderungan meningkat. Dengan meningkatnya hutang (relatif lebih besar daripada laba ditahan) maka rasio hutang terhadap modal sendiri meningkat. Dengan demikian rasio profitabilitas dapat berpengaruh negatif bila mendapat tambahan hutang dan berpengaruh positif bila terjadi peningkatan laba ditahan dan tambahan hutang.
5. Pajak. Dengan semakin meningkatnya pajak, maka keinginan pemenuhan dana mengarah pada peningkatan hutang, karena meningkatnya pajak akan memperkecil *cost of debt*.

#### **2.1.4. Debt to Equity Ratio (DER)**

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri).

*Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders'equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997). Secara matematis DER dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total modal sendiri}} \dots\dots\dots(1)$$

DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders'equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) (Ang, 1997). Oleh karena itu DER secara teoritis dan empiris terbukti dipengaruhi oleh: (1) managerial ownership, (2) institutional investor, (3) ukuran perusahaan, (4) return on asset dan (5) resiko bisnis.

### 2.1.5. *Managerial Ownership*

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *managerial ownership* dapat bervariasi diantara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *managerial ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *managerial ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdifersivikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai incremental terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsidernya* paling besar. Jika outsider mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajerial seperti yang diketahui oleh *insider*, maka nilai *incremental* yang diperoleh *insider* menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa risiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai *managerial ownership*, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya hambatan yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para *outsider*. Secara matematis *managerial ownership* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{Kepemilikan saham manajemen}}{\text{Total kepemilikan saham}} \dots\dots(2)$$

#### 2.1.6. *Institutional Investor*

Institutional investor berfungsi sebagai *monitoring agents*, Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham (*shareholder dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholder*) yaitu institutional investor dapat mengurangi agency cost karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*.

Hal senada Bathala et al (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) merupakan salah satu *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan didalam perusahaan mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Secara matematis institutional investor dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Institutional Investor} = \frac{\text{Kepemilikan saham institusi}}{\text{Total kepemilikan saham}} \dots\dots(3)$$

#### 2.1.7. Ukuran Perusahaan

Menurut Riyanto (1995), suatu perusahaan yang besar dimana saham perusahaan tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya pengendalian dari pihak yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan yang kecil dimana sahamnya tersebar hanya dilingkungan kecil penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian maka perusahaan yang besar akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan jika dibanding dengan perusahaan kecil. Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan *log natural* dari *net sales* (Harjono, 2002), hal tersebut dilakukan mengingat besarnya total asset perusahaan yang berbeda sehingga agar hasilnya tidak menimbulkan bias maka dilakukan *log natural (ln)* dari *net sales*. Secara matematis ukuran perusahaan (*size*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Size} = \text{Ln of Net Sales} \dots\dots\dots(4)$$



### 2.1.8. Return on Asset (ROA)

ROA merupakan salah satu rasio rentabilitas yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau return saham perusahaan publik. Rentabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental. Rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk analisis fundamental dapat dikelompokkan dalam 5 jenis yaitu: rasio likuiditas, aktivitas, rentabilitas, solvabilitas dan rasio pasar. (Robert Ang, 1997).

ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total asset yang dimiliki perusahaan. ROA juga merupakan perkalian antara *factor net income margin* dengan perputaran aktiva. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari factor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat. Bila ROA meningkat berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Suad Husnan, 1998, hal. 340). Secara matematis ROA dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total asset}} \dots\dots\dots (5)$$

### 2.1.9. Business Risk

Perusahaan yang mempunyai volatilitas pendapatan yang tinggi akan mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi (Titman & Wessels, 1988 dan

fama & French, 2000). Perusahaan yang mempunyai stabilitas pendapatan yang tinggi, akan mampu memenuhi kewajibannya tanpa perlu menanggung suatu risiko kegagalan. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil akan mampu mempertahankan tingkat laba sehingga akan mampu memenuhi kewajiban sebagai biaya tetap. Penelitian yang dilakukan oleh Chung (1993) mengemukakan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai tingkat utang yang sedikit.

Business Risk = $\sigma$ ROA.....	(6)
-----------------------------------	-----

## 2.2. PENGARUH VARIABEL INDEPENDEN TERHADAP DER

### 2.2.1. Pengaruh Managerial Ownership Terhadap DER

Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen (*managerial ownership*) terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sebagaimana dinyatakan oleh Wahidahwati (2002) bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang, sehingga *managerial ownership* berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER).

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) menguji hubungan antara *common stock* dan *option holdings* manajemen dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Berdasarkan penelitian tersebut ditemukan bahwa saham yang dimiliki oleh manajemen pada perusahaan yang *variance returnnya* meningkat pada pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan

yang dimiliki oleh manajemen yang *variance returnnya* menurun, serta adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dimiliki oleh manajemen dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dimiliki para manajemen yang memiliki DER menurun. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif pertama (H1) sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh negatif *managerial ownership* terhadap *debt equity ratio* (DER)

#### **2.2.2. Pengaruh Institutional Investor Terhadap DER**

Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen maka konsentrasi/penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998).

Hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan pengaruh antara kepemilikan saham institusi terhadap struktur modal perusahaan yang tercermin dalam *debt to equity ratio* (DER) dilakukan oleh Chaganti dan Damanpour (1991), dimana hasil penelitiannya menunjukkan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*) terhadap DER. Hasil penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (1998) yang juga menemukan pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi

terhadap *debt to equity ratio*. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif kedua (H2) sebagai berikut:

H2 : Terdapat pengaruh negatif *institutional investor* terhadap *debt equity ratio* (DER)

### **2.2.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap DER**

Wahidahwati (2002) menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap struktur modal. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sekar Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *debt equity ratio* (DER). Robert Ang (1997) menyatakan bahwa semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*. Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis ketiga (H3) sebagai berikut:

H 3 : Terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap *debt equity ratio* (DER).

### **2.2.4. Pengaruh ROA Terhadap DER**

Meningkatnya ROA akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian hubungan antara ROA dan *debt to equity ratio* (DER) diharapkan mempunyai hubungan positif. Sedangkan dari hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan antara ROA dengan DER dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2001) dimana hasil penelitiannya

menunjukkan bahwa ROA berpengaruh signifikan positif terhadap DER, sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis keempat (H4) sebagai berikut:

H 4 : Terdapat pengaruh positif *return on asset* (ROA) terhadap *debt equity ratio* (DER)

#### **2.2.5. Pengaruh Business Risk Terhadap DER**

Menurut Weston dan Brigham (1994) serta Husnan (1996), setiap perusahaan akan menghadapi resiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan, baik itu resiko bisnis maupun resiko hutang yang harus digunakan oleh perusahaan. Resiko bisnis berhubungan dengan jenis usaha yang dipilih dari kondisi ekonomi yang dihadapi. Sehingga terdapat hubungan negatif dan signifikan antara resiko bisnis dengan struktur modal. sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis kelima (H5) sebagai berikut:

H 5 : Terdapat pengaruh negatif Business Risk terhadap *debt equity ratio* (DER).

### **2.3. PENELITIAN SEBELUMNYA**

#### **1. Agrawal dan Mandelkar (1987)**

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut. Pertama, untuk menguji antara saham dan opsi yang dipegang manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan didalam variabilitas ROA perusahaan. Kedua, untuk menguji antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan . seperti perubahan didalam

DER, berdasarkan penelitian tersebut ditemukan: (1) Jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang variance returnnya meningkat pada pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer yang variance returnnya menurun. (2) Adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh insider dengan debt ratio. Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun. Jika pada penelitian tersebut DER digunakan sebagai variabel dependen, namun dalam penelitian ini DER digunakan sebagai variabel intervening.

2. Chaganti dan Damanpour (1991)

Penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi (institutional investor) sebagai variabel independen terhadap dua variabel dependen yaitu *debt ratio* dan kinerja perusahaan yang diproksi melalui ROE. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil adanya pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt ratio* namun kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

3. Hermendito Kaaro (2000)

Hermendito Kaaro (2000) menyatakan bahwa pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan komplemen profitabilitas sebagai proksi *pecking order theory* untuk menilai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dua pertumbuhan perusahaan yang terkait tetapi memiliki implikasi yang berbeda

terhadap *leverage* adalah pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva. Pertumbuhan penjualan mencerminkan prospek perusahaan dengan rentang waktu lebih panjang dari profitabilitas tetapi lebih pendek dari pertumbuhan aset. Penelitian Hermendito Kaaro (2000) menguji pengaruh kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset terhadap *debt to equity ratio* (DER), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap DER, sementara profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan pertumbuhan aset berpengaruh positif.

4. Sekar Mayangsari (2001)

Sekar Mayangsari (2001) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian *pecking order hypothesis*. Variabel yang digunakan pertumbuhan laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, *size* dan *operating leverage*. Alat analisis yang digunakan adalah metode regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel-variabel yang secara statistik signifikan mempengaruhi kebijakan pendanaan adalah *size*, profitabilitas, struktur aset, dan perubahan modal kerja.

5. Wahidahwati (2002)

Wahidahwati (2002) yang menggunakan lima variabel independen sebagai faktor yang mempengaruhi *debt equity* rasio yaitu: *size*, *dividend payout*, *asset*, *earning volatility*, dan *stock volatility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *asset* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt* rasio, dan tiga variabel yang lain berpengaruh secara signifikan. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif.

6. Mutamimah (2003)

Mutamimah (2003) melakukan penelitian mengenai factor-faktor yang menentukan struktur modal pada perusahaan non finansial. Dimana sebagai fariabel terikatnya adalah struktur modal dan variabel bebasnya adalah menggunakan proksi dari tiga teori: proksi trade off yaitu non debt tax shield, firm size, likuiditas, resiko bisnis; proksi pecking order theory yaitu profitability dan defisit kas; proksi agency theory yaitu perusahaan keluarga dan perusahaan pemerintah. Hasilnya dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan go public di BEJ cenderung mengikuti hierarki pecking order theory dan agency theory dibandingkan dengan mempertahankan target struktur modal menggunakan trade off theory dalam mengambil keputusan pendanaannya.

7. Saidi (2004)

Penelitian yang dilakukan Saidi (2004) menyebutkan bahwa factor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur go public di BEJ tahun 1997-2002 antara lain adalah ukuran perusahaan, resiko bisnis, pertumbuhan asset, dan struktur kepemilikan perusahaan. Dari hasil penelitian yang telah dilakukan menggunakan regresi berganda secara simultan, keempat variabel independen tersebut berpengaruh secara bersama-sama terhadap struktur modal, namun secara parsial hanya variabel resiko bisnis yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Beberapa penelitian tentang factor-faktor yang mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* (DER) disajikan pada tabel 2.1 sebagai berikut:



**Tabel 2.1:**  
**Hasil-hasil Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
1	Agrawal dan Mandelkar	1987	<b>Dependen:</b> DER <b>Independen:</b> Investment financing dan managerial ownership	Jumlah saham yang dipegang oleh manajer pada perusahaan yang variance returnnya meningkat lebih besar daripada perusahaan dengan variance return menurun dan menemukan hubungan positif antara saham yang dimiliki outsiders dengan DER
2	Chaganti dan Damanpour	1991	<b>Dependen:</b> <i>debt ratio</i> dan ROE <b>Independen:</b> Kepemilikan Saham Institutional	Kepemilikan saham institutional berhubungan negatif terhadap <i>debt ratio</i> namun kepemilikan saham institutional berpengaruh positif terhadap ROE
3	H. Kaaro	2000	<b>Dependen:</b> Debt Rasio <b>Independen:</b> kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan asset	Kebijakan dividen tidak berpengaruh, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif signifikan, pertumbuhan asset berpengaruh positif signifikan.
4	Sekar Mayangsari	2001	<b>Dependen:</b> Leverage, <b>Independen:</b> pertumbuhan, laba bersih, perubahan modal kerja, struktur aset, <i>size, operating leverage</i>	Variabel variabel yang secara signifikan mempengaruhi keputusan pendanaan eksternal adalah besaran perusahaan, profitabilitas, struktur aset, dan perubahan modal
5	Wahidahwati	2002	<b>Dependen:</b> Debt Rasio <b>Independen:</b> kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Size, DPR, Asset, Earning volatility, Stock volatility	Kepemilikan manajemen, institusional, <i>earning volatility</i> dan <i>stock volatility</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> , dan Size berpengaruh positif terhadap debt ratio. Sementara DPR dan Asset tidak signifikan terhadap <i>debt ratio</i> .

**Tabel 2.1: (Lanjutan)**

No	Peneliti	Thn	Variabel	Hasil
6	Mutaimimah	2003	<b>Dependen:</b> Debt Rasio <b>Independen:</b> Proksi Trade Off: Non debt tax shield, firm size, likuiditas, resiko bisnis -Proksi Pecking Order Theory: profitability dan defisit kas -Proksi Agency Theory: perusahaan keluarga, perusahaan pemerintah, perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi	Trade Off: non debt tax dan resiko bisnis berpengaruh negative signifikan terhadap struktur modal; sedangkan size dan likuiditas berpengaruh positif -Pecking Order: defisit kas dan profitability berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal -Agency Theory: perusahaan keluarga dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi berpengaruh negatif signifikan; sedangkan perusahaan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal
7	Saidi	2004	<b>Dependen:</b> Debt Rasio <b>Independen:</b> Firm size Resiko Bisnis Pertumbuhan asset Struktur kepemilikan perusahaan	Secara simultan, keempat variabel tersebut berpengaruh secara bersama-sama terhadap struktur modal -Secara parsial, hanya variabel resiko bisnis yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal

Sumber : Dari berbagai jurnal

## 2.4. PERBEDAAN PENELITIAN

Perbedaan penelitian ini dari beberapa penelitian terdahulu adalah sebagai berikut:

1. Agrawal dan Mandelkar (1987), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) hanya menguji pengaruh *investment management* dan *managerial*

*ownership* terhadap DER sedangkan pada penelitian ini DER dipengaruhi oleh *managerial ownership*, *institutional investor*, dan ROA.

2. Chaganti dan Damanpour (1991), perbedaannya adalah pada variabel dependennya dimana pada penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) variabel DER digunakan sebagai variabel dependen selain ROE namun pada penelitian ini hanya DER yang digunakan sebagai variabel dependen. Penelitian ini juga memperluas variabel independen yang digunakan, pada penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) hanya kepemilikan saham institusional yang digunakan sebagai variabel independen sementara pada penelitian ini DER dipengaruhi oleh *managerial ownership*, *institutional investor*, dan ROA.
3. Kaaro (2000), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Kaaro (2000) tidak menguji pengaruh *managerial ownership* dan *institutional investor* terhadap DER
4. Sekar Mayangsari (2001), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Sekar Mayangsari (2000) tidak menguji pengaruh *managerial ownership* dan *institutional investor* terhadap DER
5. Wahidahwati (2002), perbedaannya adalah pada variabel independen yang digunakan dimana pada penelitian Wahidahwati (2002) tidak menguji pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap DER

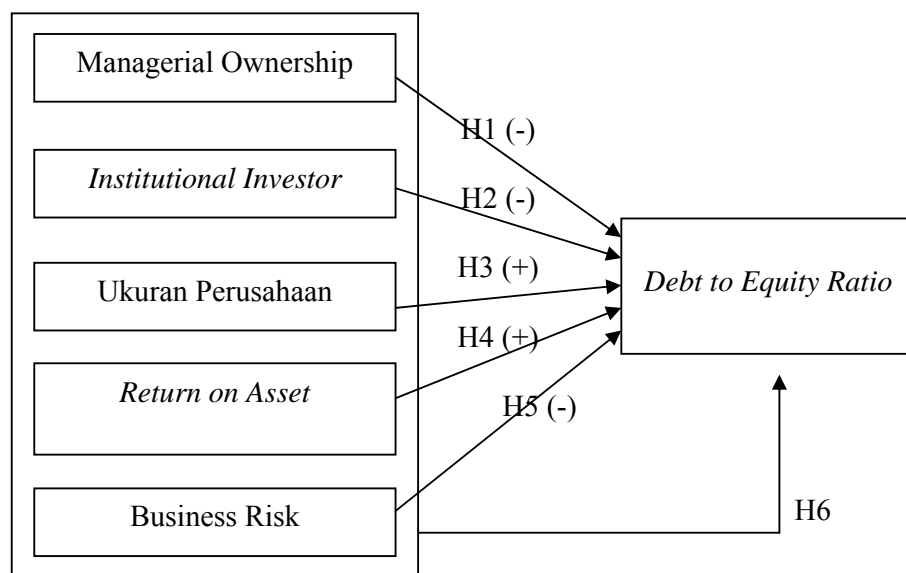
## 2.5. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis regresi korelasi dikarenakan hanya menguji korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen, hal ini seperti yang dilakukan oleh kelima dari peneliti terdahulu tersebut diatas yaitu: Agrawal dan Mandelkar (1987), Chaganti dan Damanpour (1991), Kaaro (2000), Sekar Mayangsari (2001), Wahidahwati (2002), Mutamimah (2003), dan Saidi (2004).

Berdasarkan telaah pustaka dan hasil penelitian terdahulu, maka faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah *managerial ownership*, *institutional ownership*, ukuran perusahaan, ROA dan business risk. Meningkatnya *managerial ownership* akan menurunkan jumlah hutang, karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen (*managerial ownership*) tersebut terdapat kecenderungan bahwa manajemen akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang sehingga *managerial ownership* berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER). Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider sehingga *institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap DER. Semakin tinggi ROA menunjukkan semakin tinggi laba bersih yang diperoleh perusahaan sehingga menarik para kreditor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan sehingga meningkatnya ROA akan meningkatkan DER. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung

mengambil kebijakan hutang yang lebih sedikit sehingga pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap DER. Berdasarkan uraian tersebut maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan pada Gambar 2.1 berikut :

**Gambar 2.1:**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



## 2.6. Perumusan Hipotesis

Atas dasar kerangka pemikiran teoritis tersebut diajukan 6 (enam) hipotesis alternatif ( $H_a$ ) sebagai berikut:

1. Terdapat pengaruh negatif *Managerial ownership* terhadap *debt to equity ratio* (DER)
2. Terdapat pengaruh negatif *Institutional Investor* terhadap *debt to equity ratio* (DER).
3. Terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap *debt to equity ratio* (DER)

4. Terdapat pengaruh positif *return on asset* (ROA) terhadap *debt to equity ratio* (DER)
5. Terdapat pengaruh negatif business risk terhadap *debt to equity ratio* (DER)
6. Terdapat pengaruh positif *Managerial ownership*, *Institutional Investor*, ukuran perusahaan, ROA dan business risk secara bersama-sama terhadap *debt to equity ratio* (DER)

## 2.7. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Pengertian dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Managerial Ownership merupakan rasio antara kepemilikan saham Manajemen terhadap total saham beredar, dengan ukuran variabel yang digunakan adalah kepemilikan saham manajemen dan total saham beredar.
2. Institutional Investor merupakan rasio antara kepemilikan saham Institusi terhadap total saham beredar, dengan ukuran variabel yang digunakan adalah kepemilikan saham institusi dan total saham beredar.
3. Ukuran perusahaan merupakan transformasi natural ( $\ln$ ) dari net sales.
4. *Return on Asset* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan total asset yang dimilikinya dengan ukuran variabel yang digunakan adalah net income after tax (NIAT) dan total asset.
5. Business Risk merupakan standar deviasi dari return on asset (ROA).

6. *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi total hutang (*total debt*) berdasarkan total modal sendiri (*total shareholder equity*). Dengan ukuran variabel yang digunakan adalah total hutang dan total modal sendiri.

Definisi operasional variabel penelitian tersebut dapat diidentifikasi seperti yang ditunjukkan dalam tabel 2.2.

**Tabel 2.2:**  
**Definisi Operasional Variabel**

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukur	Pengukuran
1	<i>Managerial Ownership</i>	Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen	rasio	$\frac{\text{Kep.Saham management}}{\text{Total kepemilikan saham}}$
2	<i>Institutional Investor</i>	Rasio antara kepemilikan saham institusi terhadap total saham beredar	Rasio	$\frac{\text{Kep.Shm.Institusi}}{\text{Total kepemilikan saham}}$
3	Ukuran Perusahaan	<i>natural logarithm</i> dari net sales	Rasio	<i>Ln of net sales</i>
4	ROA	Rasio antara laba bersih setelah pajak ( <i>earning after tax – EAT</i> ) terhadap total asset	Rasio	$\frac{\text{EAT}}{\text{Total Asset}}$
5	Business Risk	Standar deviasi dari return on asset	Rasio	$\sigma$ ROA
6	DER	Rasio antara total hutang terhadap total modal sendiri yang mencerminkan struktur modal perusahaan	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$

Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

## **BAB III METODE PENELITIAN**

### **3.1. JENIS DAN SUMBER DATA**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* 2005 untuk periode pengamatan 2000 s/d 2004 secara tahunan. Sumber data ini didasarkan pada pertimbangan bahwa ICMD yang terakhir dipublikasi oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) adalah ICMD 2005. Adapun data dari masing-masing variabel yaitu: *managerial ownership*, *institutional investor*, ukuran perusahaan, *return on asset* dan bussiness risk diambil dari buku *Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2005)* untuk perusahaan yang *listed* di BEJ periode 2000-2004.

### **3.2. POPULASI DAN PROSEDUR PENENTUAN SAMPEL**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2000-2004 terutama dalam kelompok Industri Manufaktur yang didasarkan pada alasan bahwa industri manufaktur merupakan kelompok terbesar dibandingkan dengan kelompok industri yang lain, semakin besar obyek yang diamati maka semakin tepat hasil kajian. Dalam kelompok industri manufaktur terdapat 3 sektor industri yaitu *Basic Industry and Chemical* (59 perusahaan), *Miscellaneous Industry* (54 perusahaan), dan *Food and Beverage Industry* (46 perusahaan); sehingga populasi penelitian ini berjumlah 159 perusahaan.. Sementara alasan lain



dipilihnya perusahaan manufaktur sebagai obyek dalam penelitian ini dikarenakan pada industri ini merupakan industri yang sahamnya paling aktif diperdagangkan di BEJ, perusahaan pada industri ini juga rata-rata mempunyai total hutang yang lebih tinggi dari perusahaan industri lainnya.

Dari 159 perusahaan manufaktur yang dijadikan obyek dalam penelitian ini tidak semua manajemen perusahaan mempunyai proporsi dalam kepemilikan saham, oleh karena itu diperlukan teknik sampling untuk mendapat sampel sesuai dengan kebutuhan penelitian. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2000-2004);
2. Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan institusi selama periode pengamatan (2000-2004).

Dari populasi sebanyak 159 perusahaan, diperoleh sebanyak 40 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

### **3.3. METODE PENGUMPULAN DATA**

Sesuai dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan sampel yang digunakan, maka metode pengumpulan data digunakan dengan teknik dokumentasi yang didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2005) periode 2000, 2001, 2002, 2003 dan 2004.

### 3.4. TEKNIK ANALISA DATA

Untuk menguji kekuatan variabel independen yaitu: *managerial ownership*, *Institutional Investor*, Ukuran Perusahaan, ROA dan Business Risk terhadap *debt equity ratio* maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$DER = a - b_1 \text{ Man.Own} - b_2 \text{ Ins.Inv} + b_3 \text{ Size} + b_4 \text{ ROA} - b_5 \text{ BR} + e$$

Keterangan:

- DER : Rasio antara Total Debt terhadap Shareholder Equity;
- Man.Own : Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen (*Managerial ownership*) terhadap Total Kepemilikan Saham;
- Ins.Investor : Proporsi Kepemilikan Saham Institusi (*Institutional Investor*) terhadap Total Kepemilikan Saham;
- Size : Dilihat dari Ln dari net sales;
- ROA : Rasio antara laba setelah pajak (EAT) terhadap total asset;
- BR : Business risk yang diukur standar deviasi dari ROA
- e* : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$ ,  $b_4$ , dan  $b_5$ . Kelima variabel bebas tersebut merupakan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*; sedangkan variabel dependennya adalah *debt to equity ratio*.

### 3.5. PENGUJIAN HIPOTESIS

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen ( $X_i$ ) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik t (t-test) dan uji F (F-test).

*a. Uji t-statistik*

Uji keberartian koefisien ( $b_i$ ) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapaun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0 \text{ dan}$$

$$H_i \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen  $X_i$  terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} : \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Error } b_i} \dots\dots\dots (7)$$

Jika  $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$ , maka  $H_0$  ditolak; dan

Jika  $t_{hitung} < t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$ , maka  $H_0$  diterima.

*b. Uji F-statistik*

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesa ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_i : \rho \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen ( $X_1$  s/d  $X_5$ ) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)} \dots\dots\dots (8)$$

Jika  $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}} (a, k-1, n-1)$ , maka  $H_0$  ditolak; dan

Jika  $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}} (a, k-1, n-k)$ , maka  $H_0$  diterima.

2. Untuk menguji dominasi variabel independen ( $X_i$ ) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

### 3.6. PENGUJIAN ASUMSI KLASIK

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

#### 1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test statistik sederhana yang dapat dilakukan adalah berdasarkan

nilai kurtosis atau skewness. Nilai z statistik untuk skewness dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Imam Ghozali,2001)

$$Z_{skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{6/N}} \dots\dots\dots(9)$$

Sedangkan nilai z kurtosis dapat dihitung dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$Z_{kurtosis} = \frac{\text{Kurtosis}}{\sqrt{24/N}} \dots\dots\dots(10)$$

Dimana N adalah jumlah sample, jika nilai Z hitung > Z table, maka distribusi tidak normal. Misalkan nilai Z hitung > 2,58 menunjukkan penolakan asumsi normalitas pada tingkat signifikansi 0,10 dan pada tingkat signifikansi 0,05 nilai Z table = 1,96. Uji test statistik lain yang juga digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal probability plots dan Kolmogorov-Smirnov test (Imam Ghozali, 2004).

## 2.Uji Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (r) diatas 0,70 (Singgih Santoso, 1999:262); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara

individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian t yang konvensional (Gujarati, 1993:166). Disamping itu juga dapat digunakan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\boxed{\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}} \dots\dots\dots (11)$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Singgih Santoso, 1999: 281).

### 3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 1993 : 1987).

$$\boxed{[e_i] = B_1 X_i + v_i} \dots\dots\dots (12)$$

$X_i$  : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance ( $\delta_i^2$ ); dan

$V_i$  : unsur kesalahan.

### 4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah  $dl$ ,  $du$ ,  $4 - dl$ , dan  $4 - du$ .

## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1. DATA DESKRIPTIF**

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut : deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik , analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian , karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan industri manufaktur yang listed di BEJ periode tahun 2000 – 2004 yang mengeluarkan data-data keuangan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan institusi.

Dari 159 perusahaan manufaktur yang dijadikan obyek dalam penelitian hanya 40 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidak lengkapan data. Dengan demikian selama selama 5 tahun pengamatan diperoleh data sejumlah  $40 \times 5 \text{ data} = 200$  pengamatan.

Pada tabel 4.1. disajikan perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini.

**Tabel 4.1**  
**Daftar Sampel Penelitian**

No.	Nama Perusahaan
1	PT.Cahaya Kalbar
2	PT. Sekar Laut
3	PT.Tunas Baru Lampung
4	PT.Gudang Garam
5	PT.HM.Sempurna
6	PT.Argo Pantes
7	PT.Panasia Indosyntex
8	PT.Sunson Textile
9	PT.Hanson Industri Utama
10	PT.Ryane Adibusana
11	PT.Surya Intrindo Makmur
12	PT.Barito Pacific Timber
13	PT.Surya Dumai Industri
14	PT.Eterindo Wahanatama
15	PT.Lautan Luas
16	PT.Duta Pertiwi Nusantara
17	PT.Argha Karya Prima
18	PT.Asiaplast
19	PT.Berlina
20	PT.Dynaplast
21	PT.Fatrapolindo
22	PT.Langgeng Makmur
23	PT.Lapindo Packaging
24	PT.Jaya Pari Steel
25	PT.Lion Mesh Prima
26	PT.Lion Metal Works
27	PT.Tira Austenite
28	PT.Kedaung Indah Can
29	PT. Intikeramik Alamasri Industri
30	PT.Sumindo Kabel
31	PT.Voksel Electric
32	PT.Metrodata Electronics
33	PT.Branta Mulia
34	PT. Intrako Penta
35	PT.Nippres
36	PT.Prima Alloy Steel
37	PT.Selamat Sempurna
38	PT.Inter Delta
39	PT.Perdana Bangun Perkasa
40	PT.Prydam Farma



Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2005

Berdasarkan data mentah yang diinput dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2005) yang berupa data laporan keuangan tahunan yang berisi mengenai kepemilikan saham oleh manajerial, kepemilikan saham oleh institusi, ukuran perusahaan, ROA dan bussines risk maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini.

Statistik diskriptif dari 200 data pengamatan terhadap variabel-variabel enelitian dapat dilihat pada tabel 4.2. berikut ini:

**Tabel 4.2**  
**Statistik Diskriptif Variabel**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
manown	200	,04	50,97	9,4147	10,39900
institus	200	,53	97,28	53,9762	21,37018
sales	200	14278,00	2,3E+07	1254171	3731991,846
roa	200	-97,12	94,89	3,4104	19,37611
der	200	-184,79	38,52	,4179	16,75712
size	200	9,57	16,96	12,6128	1,45728
risk	200	,03	110,06	8,5391	15,51079
Valid N (listwise)	200				

Sumber : Data Sekunder ICMD 2005 diolah

Data diskriptif kepemilikan saham oleh manajerial (MANOWN) yang diambil mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 berdasarkan data tahunan dari 40 sampel adalah tampak menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajerial rata-rata adalah sebesar 9,41% dengan standar deviasi sebesar 10,39. Standar deviasi yang cukup besar menunjukkan bahwa banyak data sampel yang menyebar cukup jauh dari nilai rata-rata.

Kondisi kepemilikan saham oleh institusi menunjukkan rata-rata sebesar 53,98% dengan standar devisi sebesar 21,37%. Kondisi ini juga menunjukkan

bahwa rata-rata saham perusahaan sampel lebih banyak dimiliki oleh institusi dibanding oleh manajer.

Laporan mengenai ukuran perusahaan dari 40 sampel selama 5 tahun menunjukkan rata-rata sebesar 12,61% dan standar deviasi sebesar 1,46. Kondisi demikian menunjukkan adanya peningkatan jumlah penjualan yang dimiliki oleh perusahaan sampel selama tahun 2000 hingga 2004 meskipun dijumpai ada perusahaan yang mengalami penurunan penjualan.

Laporan *return on assets* (ROA) melaporkan nilai rata-rata sebesar 3,41% dan standar deviasi sebesar 16,76 dengan ROA terendah pada angka -97,12. Kondisi demikian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dalam memperoleh laba secara umum ternyata memiliki rata-rata positif, meskipun ada perusahaan yang mengalami kerugian yang cukup besar selama periode tersebut.

Laporan mengenai risiko bisnis perusahaan-perusahaan sampel selama tahun 2000 – 2004 menunjukkan masih adanya risiko yang meningkat. Kondisi demikian mengindikasikan risiko aktivitas bisnis yang cenderung meningkat yang dialami oleh perusahaan sampel.

Laporan mengenai rasio hutang (DER) perusahaan-perusahaan sampel selama tahun 2000 – 2004 menunjukkan rata-rata sebesar 16,76. Kondisi demikian mengindikasikan bahwa nampaknya masih penggunaan hutang oleh perusahaan masih relatif kecil dibanding pemanfaatan ekuitas pemegang sahamnya yang digunakan sebagai modal perusahaan.

## 4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis

Sesuai dengan tujuan penelitian, maka penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Suatu regresi linier berganda akan membentuk estimasi yang baik apabila terpenuhi semua asumsi-asumsi klasiknya.

### 4.2.1. Uji Asumsi Klasik

Uraian berikut akan membahas mengenai uji asumsi klasik pada regresi berganda diantaranya :

#### 4.2.1.1. Pengujian Normalitas Data

Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Imam Ghazali, 2002). Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan variabel yaitu kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, Size, ROA, Business Risk dan DER yang mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, hal ini berarti data yang ada terdistribusi normal yang dapat dilihat Tabel 4.3 berikut :

**Tabel 4.3**

#### UJI NORMALITAS DATA

##### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	manown	institus	roa	der	size	risk
N	200	200	200	200	200	200
Normal Parameters						
Mean	9,4147	53,9762	3,4104	,4179	12,6128	8,5391
Std. Deviation	0,39900	21,37018	19,37611	16,75712	1,45728	15,51079
Most Extreme Differences						
Absolute	,107	,080	,096	,134	,078	,119
Positive	,107	,054	,081	,125	,078	,118
Negative	-,084	-,080	-,096	-,134	-,042	-,119
Kolmogorov-Smirnov Z	1,208	1,134	1,277	1,377	1,104	1,327
Asymp. Sig. (2-tailed)	,112	,153	,105	,057	,175	,089

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Output pengolahan data dengan SPSS versi 11.5

#### 4.2.1.2. Pengujian Multikolinearitas

Untuk mengetahui apakah terjadi multikolinearitas dalam suatu model regresi dapat dilihat dari nilai VIF ( *Variance Inflation Factor* ) yang terdapat pada masing – masing variabel seperti terlihat pada tabel 4.4 berikut ini:

**Tabel 4.4**

#### **UJI MULTIKOLINEARITAS**

##### **Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	manown	,880	1,137
	institus	,910	1,098
	roa	,975	1,025
	size	,918	1,090
	risk	,977	1,024

a. Dependent Variable: der

Sumber : Output Pengolahan Data dengan SPSS 11.5

Pedoman untuk suatu model regresi yang bebas dari multikolinearitas adalah apabila mempunyai nilai VIF dibawah 10 (Ghozali, 2000). Dari tabel diatas diperoleh bahwa tidak terdapat nilai VIF yang lebih besar dari 10. Sehingga untuk selanjutnya kelima variabel tersebut dapat digunakan sebagai prediktor yang memenuhi syarat tidak adanya multikolinearitas.

#### 4.2.1.3. Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian Heteroskedastisitas di gunakan untuk melihat apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi Heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi adanya Heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan

menggunakan uji Glejser. Pada prinsipnya uji Glejser dilakukan dengan meregresikan semua variabel bebas dari model regresi dengan nilai mutlak residualnya (Ghozali, 2002) Apabila tidak terdapat hasil yang signifikan dari variabel bebasnya, maka model regresi tersebut bebas dari masalah heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas dengan metode Park diperoleh sebagai berikut :

**Tabel 4.5**

**UJI HETEROSKEDASTISITAS**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-10,695	11,241		-,951	,343
manown	-,016	,113	-,011	-,146	,884
institus	-,020	,054	-,028	-,371	,711
roa	-,063	,058	-,079	-1,100	,273
size	1,392	,788	,131	1,766	,079
risk	,043	,057	,054	,748	,455

a. Dependent Variable: residual

Sumber : Output Pengolahan Data dengan SPSS versi 11.5

Dari tabel tersebut diperoleh tidak satupun variabel yang memiliki signifikansi yang kurang dari 0,05. Dengan demikian tidak ada variabel yang signifikan. Hal ini berarti bahwa model regresi pada model ini tidak mengandung adanya masalah heteroskedastisitas.

#### **4.2.1.4. Pengujian Autokorelasi**

Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi dapat dilihat nilai uji Durbin Watson. Berdasarkan hasil analisis regresi pada model kedua diperoleh nilai D-W sebesar 2,028. Nilai tersebut selanjutnya dikonsultasikan dengan nilai  $d_u$  pada tabel Durbin Watson. Nilai  $d_u$  dan

$d_L$  untuk  $k = 5$  dan dengan jumlah pengamatan sebanyak 200 diperoleh sebesar 1,76 dan 1,69.

Dari nilai tersebut menunjukkan bahwa nilai Durbin Watson pada model regresi tersebut berada pada daerah tanpa keputusan yang menunjukkan tidak ada masalah autokorelasi dalam model regresi.

#### 4.2.2. Analisis Regresi Berganda

Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan data yang terkumpul digabungkan antara time analisis data dan *cross section* data, sehingga data tersebut merupakan gabungan data (*polled cross sectional*).

##### 4.2.2.1. Hasil Uji F ( Secara Simultan )

Pengujian hipotesis uji F digunakan untuk melihat apakah secara keseluruhan variabel bebas mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap variabel terikat. Berikut ini adalah hasil dari uji regresi secara simultan.

**Tabel 4.6**

#### UJI SIMULTAN

##### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1761,277	5	352,255	3,263	,003 <sup>a</sup>
	Residual	54118,152	194	278,960		
	Total	55879,429	199			

a. Predictors: (Constant), risk, size, institus, roa, manown

b. Dependent Variable: der

Sumber : Output Pengolahan Data dengan SPSS versi 11.5

Hasil pengujian memberikan hasil nilai F sebesar 3,263 dengan signifikansi sebesar 0,003. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari

0,05. Hal ini berarti bahwa semua secara bersama-sama variabel-variabel bebas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DER. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama kelima variabel independen (managerial ownership, institutional investor, ukuran perusahaan, ROA, dan Business Risk) tersebut meningkat maka akan meningkatkan DER.

#### 4.2.2.2. Hasil Uji t ( Secara Parsial)

Meskipun tidak signifikan, pengujian secara parsial akan dilakukan untuk menguji ada tidaknya salah satu variabel atau lebih yang berpengaruh signifikan terhadap DER. Berikut ini adalah hasil dari uji regresi secara parsial.

**Tabel 4.7**  
**UJI PARSIAL**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	19,620	5,096		3,850	,000
	manown	-,395	,121	-,159	-3,257	,004
	institus	-,147	,058	-,116	-2,524	,019
	roa	1,927	,848	,081	2,273	,038
	size	,026	,062	,031	,427	,670
	risk	-,125	,062	-,013	-2,021	,048

a. Dependent Variable: der

Sumber : Hasil Pengolahan Data dengan SPSS versi 11.5

Dari hasil estimasi regresi pada lampiran diketahui nilai t hitung sebagai berikut :

- 1) Managerial Ownership, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = -3,257 dengan probabilitas sebesar  $0,004 < 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh

ada pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh manajer terhadap DER. Hal ini berarti bahwa **Hipotesis 1 diterima**.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan pengaruh yang negatif antara saham yang dimiliki oleh manajer terhadap DER. Namun tidak konsisten dengan penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *managerial ownership* dengan DER.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, hal tersebut dikarenakan manajemen ikut menanggung biaya modal yang ditanggung perusahaan sehingga manajemen dalam menjalankan aktivitas operasionalnya lebih menerapkan *minimize cost* dan *maximize value*.

- 2) Institutional Investor, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai  $t$  hitung = -2,524 dengan probabilitas sebesar  $0,019 < 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh ada pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh institusi terhadap DER. Hal ini berarti bahwa **Hipotesis 2 diterima**. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Chaganti dan Damanpour (1991) yang menunjukkan pengaruh yang negatif antara saham yang dimiliki oleh institusi terhadap DER. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional



seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Sementara hasil penelitian Bathala et al (1994) dan Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) merupakan salah satu monitoring agents penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan didalam perusahaan mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham dan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*

- 3) Ukuran perusahaan, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai  $t$  hitung = 0,427 dengan probabilitas sebesar  $0,670 > 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih besar dari 0,05 maka diperoleh tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel ukuran perusahaan terhadap DER. Hal ini berarti bahwa **Hipotesis 3 ditolak**.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa besarnya suatu perusahaan tidak mempengaruhi besarnya hutang perusahaan, karena dalam mengambil kebijakan pendanaan, manajer perusahaan lebih melihat kinerja perusahaan yang tercermin melalui pertumbuhan assetnya.

- 4) ROA dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai  $t$  hitung = 2,273 dengan probabilitas sebesar  $0,038 < 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh ada

pengaruh yang signifikan dari variabel ROA terhadap DER. Hal ini berarti bahwa **Hipotesis 4 diterima**.

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa dengan meningkatnya ROA akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sekar Mayangsari (2001) yang juga menunjukkan hasil bahwa ROA berpengaruh positif terhadap DER.

- 5) Business Risk, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = -2,021 dengan probabilitas sebesar  $0,048 < 0,05$ . Karena nilai signifikansi pengujian lebih kecil dari 0,05 maka diperoleh ada pengaruh yang signifikan dari variabel business risk terhadap DER. Hal ini berarti bahwa **Hipotesis 5 diterima**, berarti ada pengaruh signifikan antara variabel business risk terhadap variabel DER. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Mutamimah (2003) dan Saidi (2004). Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa semakin besar tingkat resiko perusahaan akan menurunkan jumlah hutang dalam struktur modalnya. Karena perusahaan dengan resiko bisnis besar, otomatis harus menggunakan hutang yang lebih kecil, sebab penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam pengembaliannya.

#### **4.2.2.3. Koefisien Determinasi**

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) dimaksudkan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variable dependen. Nilai  $R^2$  pasti meningkat akan setiap ada penambahan satu variable tanpa memperhatikan signifikansi variable dependen terhadap variable dependen. Dalam penelitian ini digunakan adjusted  $R^2$ , karena nilai tersebut dapat naik-turun bila satu variable independen ditambahkan ke dalam model. Hasil tersebut dapat dilihat dalam tabel 4.8 berikut :

**TABEL 4.8**

**NILAI  $R^2$**

**Model Summary(b)**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,678(a)	,532	,507	16,70208	2,028

a Predictors: (Constant), risk, size, institus, roa, manown

b Dependent Variable: der

Sumber : Output pengolahan data dengan SPSS versi 11.5

Berdasar Tabel 4.8 di atas, dapat dilihat besarnya nilai adjusted  $R^2$  yang dimiliki adalah 0,507 menunjukkan bahwa variable independen yang terdiri atas managerial ownership, institutional investor, size, ROA dan bussines risk dapat menjelaskan perusahaan dalam menentukan struktur modal adalah sebesar 50.7 persen. Sedangkan sisanya sebesar 49,3 persen dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model antara lain seperti yang disebutkan oleh Weston dan Brigham (1994:175) yaitu faktor struktur aktiva, leverage operasi, pajak, sikap pemberi pinjaman, perusahaan

penilai kredibilitas (rating agency), kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan.

## **BAB V**

### **SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

#### **5.1. SIMPULAN**

Dari enam hipotesis yang diajukan, hipotesis 1, 2, 4, 5 dan 6 yang dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel managerial ownership berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DER. Artinya bahwa managerial ownership yang meningkat akan menurunkan hutang perusahaan yang tercermin melalui DER.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel Institutional Investor berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DER. Artinya peningkatan Institutional Investor akan menurunkan tingkat hutang perusahaan.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DER, artinya besar kecilnya penjualan perusahaan tidak akan menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2004 sehingga hal tersebut tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel ROA berpengaruh signifikan terhadap variabel DER. Artinya laba

perusahaan yang meningkat, akan mempengaruhi besarnya hutang perusahaan.

5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel Bussiness Risk berpengaruh signifikan terhadap variabel DER, artinya semakin tinggi risiko bisnis akan mengurangi hutang perusahaan.
6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel managerial ownership, institutional investor, ukuran perusahaan, ROA dan business risk berpengaruh signifikan terhadap DER.

## **5.2. IMPLIKASI TEORITIS**

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa managerial ownership, institutional investor, ROA dan business risk digunakan oleh investor untuk memprediksi DER di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000–2004. Sisi positif dari hasil penelitian ini adalah mempertegas hasil penelitian sebelumnya yang menyebutkan variabel managerial ownership, institutional investor, ROA dan business risk ke dalam model regresi untuk memprediksi DER.

Hasil penelitian ini ada yang mendukung dan ada yang tidak sesuai dengan teori-teori sebelumnya yang merupakan hasil studi para pakar, dan telah disebarluaskan melalui berbagai jurnal maupun bentuk-bentuk pustaka lainnya. Adapun Peneliti-peneliti tersebut adalah sebagai berikut:

1. H. Kaaro (2000), Hasil penelitian tidak konsisten dengan hasil penelitian dari H. Kaaro (2000) yang menunjukkan bahwa ROA berhubungan positif dengan DER. Namun hasil penelitian ini menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap DER.

2. Wahidahwati (2002), Hasil penelitian searah dengan hasil penelitian dari Wahidahwati (2002) yang mengatakan bahwa managerial ownership dan institutional investor berpengaruh signifikan negatif terhadap DER. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan managerial ownership dan institutional investor berpengaruh signifikan negatif terhadap DER.
3. Mutamimah (2003) dan Saidi (2004), Hasil penelitian searah dengan hasil penelitian dari Mutamimah (2003) dan Saidi (2004) yang mengatakan bahwa business risk berpengaruh signifikan negatif terhadap DER. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan business risk berpengaruh signifikan negatif terhadap DER.

### **5.3. IMPLIKASI KEBIJAKAN**

Berdasarkan uraian di atas, implikasi kebijakan yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini baik kepada nasabah maupun perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Investor sebaiknya lebih memperhatikan kepemilikan saham oleh manajemen (*Managerial ownership*) dan kepemilikan saham institusi (*institutional investor*) karena kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DER artinya semakin banyak proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen dan institusi semakin rendah manajemen perusahaan mengambil kebijakan hutangnya. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan Managerial Ownership dan Institutional Investor dalam pengambilan keputusan pendanaan. Karena dalam penelitian ini Managerial Ownership dan Institutional Investor yang menunjukkan pengaruhnya terhadap DER.

Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa Managerial Ownership merupakan variabel yang paling dominan mempengaruhi DER dengan nilai sebesar -0,159 kemudian variabel Institutional Investor sebesar -0,116.

2. Meningkatnya ROA akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Sehingga dapat disimpulkan bahwa investor hanya melihat komponen ROA karena: (1) sesuai harapan dan kepercayaan sehingga ROA merupakan variabel sentral, dan (2) ROA menunjukkan kemampuan yang efisien atau hasil kebijakan dan kinerja perusahaan. Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa ROA mempunyai nilai sebesar 0,081.
3. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil akan mampu mempertahankan tingkat laba sehingga akan mampu memenuhi kewajiban sebagai biaya tetap. Penelitian yang dilakukan oleh Chung (1993) mengemukakan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai tingkat utang yang sedikit. Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa Bussiness Risk mempunyai nilai sebesar -0,013

#### **5.4. KETERBATASAN PENELITIAN**

Sebagaimana diuraikan sebelumnya bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 5 tahun dengan sampel yang



terbatas (40 sampel). Disamping itu rasio keuangan perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DER hanya terbatas pada lima rasio, yaitu : managerial ownership, institutional investor, ukuran perusahaan, ROA, dan Bussiness Risk.

#### **5.5. AGENDA PENELITIAN MENDATANG**

Dengan kemampuan prediksi sebesar 50,7% mengindikasikan bahwa keempat variabel independen (managerial ownership, institutional investor, ukuran perusahaan, ROA, dan Bussiness Risk) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 50,7%, sementara sebesar 49,3% dipengaruhi oleh variabel lain sehingga perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing dan kondisi ekonomi lainnya.

## Daftar Referensi

- Aggrawal, A dan Nagarajan, N.J, 1990, "Corporate capital structure, agency cost and ownership control: The case of all equity firms", **Journal of Finance**, 45 (4), 1325-1331
- Farah, Margaretha, 2003, Tinjauan Persepsi Manajemen Terhadap Struktur Modal Perusahaan Go Publik, **Media Riset Bisnis dan Manajemen**, Vol. 3, No. 1, hal: 98-115
- Laila Hidayati, dkk 2001, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang Go Publik, **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol VII, No. 5, Juli.
- Rajan, Raghuram G dan Zingales, 1995, What do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data, **The Journal of Finance**, Vol. L, No. 5, Desember.
- Taufik Ariyanto, 2001, Pengaruh Struktur Pemegang Saham terhadap Struktur Modal Perusahaan, **Jurnal Manajemen Indonesia**, Vol. 1, No. 1, hal 64-71.
- Ang, Robbert. (1997). **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**. Mediasoft Indonesia
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective". **Financial Management**, 23: 38 – 50.
- Brigham, Eugene F. (1983). **Fundamentals of Financial Management. Third Edition**. Holt-Saunders Japan: The Dryden Press.
- Brigham, E.F dan Gapenski, L.C. (1996), **Intermediate financial management**, Fifth edition-International edition. The Dryden Press.
- Bushman, Robert M. (2001). "Financial Accounting Information and Corporate Governance". **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 237– 333.
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S. (1989). "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend". **Financial Management**, Winter 1989.
- Eugene F. Brigham & Louis C.Gapenski, (1996), **Intermediate Financial Management**, Fifth edition-International edition, The Dryden Press
- Fitrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto. (2002). "Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen". **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1: 35 – 63.
- Gujarati, Damodar N. (1995). **Basic Econometrics**. Singapore: Mc Graw Hill, Inc.

- Hartono, Jogyanto. (1998). **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**. Yogyakarta: BPFE.
- Hermendito Karo, (2000), “Analisis leverage dan Deviden dalam lingkungan ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order dan Balancing Theory”, **Simposium Nasional Akuntansi IV**,
- Husnan, Suad. (2001). “Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional”. **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, Vol. 1 No.1, Februari: 1 – 12.
- J. Fred Weston & Thomas Copeland, 1997, **Manajemen Keuangan**, Jilid 2, Edisi 9, Binarupa Aksara
- Lambert, Richard A. (2001). “Contracting Theory and Accounting”. **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 3– 87.
- Lukas Setia Atmaja, (1999), **Manajemen Keuangan**, Edisi 2, Andi Offset
- Mutamimah, (2003), “Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-perusahaan Non Finansial Yang Go Public di Pasar Modal Indonesia, **Jurnal Bisnis Indonesia**, Vol.11, No.VIII, Juli
- Myers, S, (1984), “The Capital Structure Puzzle”, **Journal of Finance**, Vol.39. July, 1984
- Na'im, Ainun dan Rakhman, Fu'ad. (2000). “Analisis Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Kepemilikan Perusahaan”. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 1: 70 – 82.
- Saidi, (2004), “Faktor-faktor Yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002, **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vo.XI (1), Maret
- Sekar Mayangsari,(2001), “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hyphotesis”, **Media Riset Akuntansi**, Auditing dan Informasi, Vol 1, No. 3 Desember 2001 : 1-26
- Suad Husnan, (1998), **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)**, Buku 1, Edisi 4, BPFE.
- Subekti, Imam dan Kusuma, Indra Wijaya. (2001). “Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta

- Implikasinya pada Perubahan Harga Saham”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 4, No. 1: 44 – 63.
- Suranta, Eddy dan Midiastuti, Puspa. (2003). “Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 6, No. 1, Januari: 54 – 68.
- Wahidahwati. (2002). “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 – 16.